

MPRA

Munich Personal RePEc Archive

Romania's Rating: Truth or Fiction?

Georgescu, George

10 November 2006

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/26364/>
MPRA Paper No. 26364, posted 03 Nov 2010 16:11 UTC

Romania's Rating: Truth or Fiction?

George Georgescu
Institute of National Economy

Abstract: The paper focuses on the current system of country risk assessment by the main rating agencies, pointing out some of its weaknesses. Under these circumstances, was found that Romania is overrated by the international agencies, mainly due to political reasons, related to the close accession of the country into the European Union. The EU Member status does not however guarantee the financial stability, a possible rating downgrade - back to speculative grade - caused by the accelerated deterioration of trade and current account balances, making more expensive the increased borrowing costs to cover the deficits and threatening Romania's external debt sustainability.

Key words: Rating Assessment, Country Risk, Sovereign Risk, Financial Stability, Balance of Payments, External Debt.

Jel Classification: F15, F32, F34, G18, O24.

Note: This study has been published in the Romanian language under the original title: *Evaluarea României: Adevăr sau Ficțiune?*, in the monthly Journal Bilanț, No 26, Bucharest, November, 2006, p. 62-66.

Evaluarea României: adevăr sau ficțiune?

Ratingul României, a cărui ameliorare este invocată tot mai mult în ultimul timp ca măsură a progreselor economiei țării noastre, rămâne un subiect insuficient clarificat, chiar în mediile academice și, ca atare, dificil de înțeles, mai ales la nivelul opiniei publice, bombardată cu diverse interpretări ale comunicatelor agențiilor internaționale specializate, uneori contradictorii chiar și pentru un cititor avizat.

Trebuie precizat de la început că, indiferent de fenomenul economic supus analizei, evoluția viitoare a acestuia este marcată de un anumit grad de incertitudine, implicând un risc pentru creditorii/investitori, ce generează posibilitatea ca aceștia să sufere o pagubă financiară.

Evaluarea ratingului suveran de către Standard & Poor's, Moody's și Fitch are câteva puncte slabe. În continuare vom analiza relevanța unor astfel de evaluări, în condițiile în care ratingul acordat de către aceste agenții a devenit, practic, un certificat de bună purtare al diferitelor state, implicit un pașaport de acces al lor pe piața internațională de capital.

Trecând peste caracterul ușor pueril al însuși sistemului de notare, acesta aducând mai degrabă cu primele clase de școlarizare decât caracterizând clase de risc asociat creditului (fiind probabil reminiscente ale secolului trecut), unele definiții ale acestora frizează chiar ridicolul în încercarea a fi cât mai sintetice, nereușind în opinia noastră decât să genereze confuzii.

Pentru a da un singur exemplu, ce s-ar putea înțelege din definirea ratingului „BBB” (acordat și României) de către agenția S&P (cea a agenției Fitch fiind similară), ca „având o capacitate adecvată de respectare a angajamentelor financiare; totuși, condiții economice adverse sau schimbarea circumstanțelor este probabil să conducă la slăbirea capacității debitorului de a-și respecta obligațiile financiare”? Credem că este greu de găsit o frază cu un grad mai mare de generalitate și presărată cu atâtea noțiuni interpretabile, lipsită total de rigoarea științifică și precizia care ar trebui să caracterizeze o evaluare a capacității de plată a unui stat.

O altă slăbiciune decurge din imperfecțiunile proprii oricărei metodologii și din insuficienta relevanță a indicatorilor utilizați, inclusiv

a sistemului de ponderare a acestora, accentuată de componenta subiectivă a indicatorilor calitativi prin care se evaluează perspectivele situației politice.

Ce înseamnă riscul de țară ?

Deși nu există o definiție unanim acceptată, se admite că riscul de țară, într-o accepțiune mai largă, reprezintă expunerea la pierderi ce pot apare ca urmare a unor evenimente produse într-un anumit stat, aflate, cel puțin într-o anumită măsură, sub controlul guvernului și care îi pot afecta mediul de afaceri și angajamentele de plăți externe (Claessens și Embrechts, 2002).

În acest context, o formă de manifestare a riscului de țară este riscul suveran, care se materializează în situația de incapacitate de rambursare a împrumuturilor externe garantate de stat și de răscumpărare la scadență a obligațiilor (titluri de stat cu dobândă fixă) emise de guvernul respectiv.

Riscul de țară, ce are și o conotație privind voința politică de plată a guvernului, include riscul de transfer, legat de posibilitatea impunerii unor restricții temporare la transferurile valutare sau la conversia din moneda locală în cea străină, care să împiedice (amâne) plățile externe și/sau repatrierea de capital sau profit aferent capitalului investit, determinate cel mai adesea de o penurie valutară efectivă sau iminentă.

Noțiunea de rating în sens financiar-bancar este asociată cu evaluarea riscului de credit (și/sau investițional) și semnifică acordarea (de către o agenție specializată, recunoscută ca atare) unui calificativ ce indică profilul de risc al entității debitoare, respectiv bonitatea financiară (solvabilitatea) acesteia și capacitatea sa viitoare de a respecta scadențele obligațiilor de plată asumate.

La nivelul unei țări, ratingul suveran reflectă gradul de certitudine al plății datoriei sale externe, ca de altfel și a altor angajamente financiare ale statului în cauză, pe un orizont de timp dual, respectiv pe termen scurt (până într-un an) și pe termen lung (peste un an), de regulă, corelate între ele.

Importanța ratingului suveran derivă din faptul că el este utilizat ca parametru esențial în fundamentarea deciziilor de orientare a fluxurilor financiare în spațiul economiei mondiale (*nota bene*, care se ridică anual la mii de miliarde de dolari), atât de către investitorii privați, în special pe piețele secundare de capital, cât și de către bănci sau alte instituții financiare (inclusiv internaționale) pentru acoperirea necesităților de finanțare externă a diferitelor state.

În acest caz din urmă, cu cât ratingul unei țări este asociat unei clase de risc sporit, cu atât costul finanțării este mai mare, respectiv un nivel mai ridicat al dobânzilor aplicate creditelor acordate, care se răsfrâng asupra dimensiunii serviciului anual al datoriei externe a statului respectiv.

Dacă o țară are un rating slab sau nu este nici măcar cotate (cazul multor state în curs de dezvoltare, caracterizate și de o situație politică instabilă sau conduse de regimuri autoritare cum sunt Sudan, Cuba, Coreea de Nord, Myanmar ș.a.), posibilitățile ei de acces pe piața internațională de capital sunt limitate sau chiar nule, ceea ce îi afectează grav creșterea economică, inclusiv prin descurajarea investițiilor străine.

Vulnerabilitatea majoră a ratingului suveran considerăm că provine însă din precaritatea sau provizoratul unor date statistice (este cunoscut că cifrele aferente balanței de plăți externe devin definitive după 2 ani, pentru a nu mai aduce în discuție că, în cazul României, schimbările metodologice produse de includerea profiturilor reinvestite de către firmele străine în debitul contului curent au produs distorsiuni majore ale calității seriei de timp a datelor referitoare la balanța de plăți) care afectează și evaluările S&P – Moody’s – Fitch.

În acest context trebuie precizat că informațiile pe baza cărora se evaluează ratingul suveran sunt cele oficiale (publice) și, într-o oarecare măsură, unele date confidențiale preluate prin contactul direct al agențiilor de rating cu instituții din statele respective. Din acest punct de vedere evaluarea unui rating suveran poate întâmpina dificultăți fie din inexistența datelor la o serie de indicatori, fie pe seama lipsei lor de comparabilitate, cele mai vizibile fiind tocmai cele care se referă la datoria externă (netă/brută, publică/totală, pe termen lung/pe termen scurt, la care se pot adăuga distorsiuni legate de transformarea valurilor în aceeași monedă, sau de reșalonări intervenite în timpul anului). Referindu-ne la analiza cantitativă (economico-financiară) și la relativitatea evaluării posibilei evoluții viitoare a capacității de plăți externe a unui stat, este evidentă importanța unor date credibile de prognoză macroeconomică (spre exemplu prognozele naționale sunt mai optimiste decât cele, să spunem ale FMI, iar în cazul datoriei externe prognozele, chiar dacă există, nu se dau publicității).

Pe de altă parte, faptul că, prevalându-se de utilizarea unor informații cu caracter confidențial, agențiile de rating nu fac cunoscute detaliile metodologice și nici fișele de evaluare (scoringul) a ratingului suveran aruncă o umbră de neîncredere asupra acestora. Credibilitatea lor a fost grav afectată în ultimul deceniu de faptul că nu au putut să prevadă criza financiar-valutară din Mexic și Venezuela (1994-1995), din România (1996-1997-1998-1999), din Indonezia și Coreea de Sud (1997-1998), din Rusia și Ucraina (1998-1999), Pakistan și Ecuador (1999) și nici încetarea temporară de plăți (*sovereign debt default*) și/sau reșalonarea datoriei externe din Argentina (2001), Uruguay și Moldova (2002) sau Republica Dominicană (2005). De remarcat că, în condițiile crizei asiatice, S&P a revizuit (în sens negativ) ratingul Coreei de Sud de

nu mai puțin de 6 ori pe parcursul a doar trei luni, în funcție de evoluția crizei, ceea ce denota mai degrabă o incapacitate de anticipare a evenimentelor.

O serie de critici din literatura de specialitate pornesc chiar de întrebarea dacă este într-adevăr nevoie de agențiile de rating sau dacă nu ar trebui ca cineva să le acorde și lor un rating, incriminând lipsa de specializare a experților evaluatori, obligați să asambleze tipuri extrem de diverse de date și punând sub semnul îndoielii potențialul conflict de interese al unui acționariat puțin vizibil al acestor agenții, bănuț că ar face jocul guvernelor, cu deosebire al administrației SUA.

De asemenea, deși ele par să acționeze în numele creditorilor/investitorilor din moment ce, oferindu-le ratinguri cu titlu gratuit, așa cum susțin, îi ajută să minimizeze riscul de a pierde bani, veniturile agențiilor nu provin decât într-o mică măsură de la aceștia, cei evaluați trebuind să plătească taxe pentru a beneficia de un rating, acesta devenind mai degrabă un certificat de bună purtare sau un pașaport de acces pe piața de capital. În același timp, agențiile de rating au grijă să atenționeze că ratingurile reprezintă doar „opinii”, nedorind să-și ia nici o responsabilitate pentru modul lor de utilizare (Mainelli, 2003).

Deși S&P – Moody's – Fitch dețin încă o supremație clară, opinia noastră este că influența lor asupra comportamentului investitorilor este în scădere, atât datorită pierderii de credibilitate în ultimul deceniu, cât și creșterii transparenței multor guverne, care pun la dispoziția investitorilor din ce în ce mai multe informații. Apreciem că timpul de reacție al agențiilor de rating la schimbările, unele majore, ale situației economice și politice din multe țări este excesiv, poate din motive prudențiale (în așteptarea consolidării tendinței de schimbare), dar, evident, și din motive birocratice (propunerile de revizuire a calificativelor parcurg faze succesive, de durată, fiind aprobate în final de către Comisia internă de rating din cadrul fiecărei agenții).

Ratingul (similar de altfel) acordat României de către toate cele trei agenții – cu referire la obligațiunile guvernamentale în valută – este supraevaluat, prevalând, probabil, ca și în cazul altor state, criteriile politice. Fără îndoială că apropierea de momentul aderării la Uniunea Europeană, 1 ianuarie 2007, a cântărit decisiv în ameliorarea recentă a ratingului României (de către Moody's și Fitch, urmând probabil ca și

agenția S&P să o facă până la finele acestui an) dar, dacă nu se recunoaște că primirea în UE a țării noastre este exclusiv o decizie geopolitică la nivel continental (pe care, în acest context, nu o comentăm), riscăm să ne „îmbătăm cu apă rece”, după care, s-ar putea să ne trezim printr-un „duș rece”. Ar trebui să ne fie clar că, din punct de vedere economic, integrarea presupune, prin definiție, un nivel apropiat de dezvoltare cu cel al statelor Uniunii (în principal, ca nivel al PIB/locuitor). România, handicapată de decalaje enorme (recuperabile teroretic în zeci de ani, circa 25% din populație trăind încă sub pragul minim al sărăciei), încalcă flagrant acest pricipiu definitoriu.

Pe de altă parte, nici o analiză pertinentă nu poate demonstra că țara noastră dispune într-adevăr de o economie funcțională de piață sau de capacitatea de a face față presiunii concurențiale din spațiul unic european, criterii considerate formal îndeplinite. În aceste condiții, aderarea României la UE nu înseamnă și integrarea economică, cu atât mai puțin monetară. Tranziția reală la o economie de piață performantă abia urmează să înceapă, pe baze legislative și instituționale care până acum au lipsit. De aceea, considerăm că relaxarea urmării unor politici economice și monetare specifice, în așteptarea ca apartenența la UE să garanteze stabilitatea economică și financiară a României ar fi cea mai gravă eroare a clasei politice din țara noastră.

Să amintim în acest context că Ungaria, al cărei rating fusese ameliorat înainte de aderare, a fost, după știința noastră, primul stat membru UE căruia, în primul rând din cauza acumulării unor importante deficite fiscale și de cont curent, în iunie 2006, agenția S&P i-a revizuit în sens negativ ratingul suveran pe termen lung de la A- la *BBB+* (precizăm că în septembrie a.c., și agenția Moody's a pus Ungaria sub supraveghere pentru o posibilă deteriorare a ratingului). Faptul că premierul Ungariei a recunoscut, după o perioadă de patru ani, perpetuarea unor grave erori de politici economice și monetare, care au condus la scăparea de sub control a echilibrelor macroeconomice, ni se pare mai degrabă meritoriu, în ciuda tensiunilor sociale generate de aducerea acestor erori la cunoștința opiniei publice. Prin admiterea greșelilor comise, guvernul Ungariei a făcut cel puțin un prim pas în încercarea de a redresa situația financiară internă și externă a țării.

Ratingul acordat României este supraevaluat

Autoritățile din țara noastră ar trebui să sesizeze și faptul că, într-un orizont de timp mai scurt, principalul avantaj comparativ la nivel național, respectiv costul inferior al mâinii de lucru, se erodează, proces ce se va accelera pe măsura convergenței cu economia statelor UE, în timp ce Agenda Lisabona pare să facă doar figurație în programele guvernamentale de dezvoltare sau în așa-zisele strategii postaderare. Pe de altă parte, apreciem că avantajele comparative ale României la nivel sectorial sunt relativ puține, iar activarea lor este supusă unor blocaje mai mult sau mai puțin severe (spre exemplu, o agricultură de subzistență, în prezent, și restricționată de Politica Agricolă Comună a UE în viitor, un turism al cărui caracter de masă nu poate fi concretizat în lipsa unei rețele de autostrăzi, un sector IT în dezvoltare accelerată dar haotică, nesuținut de programe adecvate de învățământ și cercetare). De asemenea, suntem de părere că, pe termen lung și foarte lung, asupra dezvoltării României vor interveni alți doi importanți factori restrictivi extraeconomici, al căror impact nu pare să îngrijoreze autoritățile, prea ocupate, probabil, de un calendar electoral cu ciclul scurt – respectiv un fenomen demografic extrem de grav (scăderea populației, inclusiv ca urmare a dislocării în străinătate a unui număr de câteva milioane de persoane din forța de muncă activă, fără a mai aminti de îmbătrânirea populației și de efectele acesteia asupra bugetului asigurărilor sociale), precum și cel legat de deteriorarea mediului înconjurător, costurile refacerii factorilor de mediu (cursuri de apă, aer, sol etc) și ale alinierii treptate la standardele UE fiind prohibitive (câteva miliarde de euro anual).

Revenind la ratingul de țară al României, supus unor constrângeri majore, mai ales pe latura situației financiare externe, amintim că FMI, cu ocazia recentei lor vizite din octombrie 2006, au avertizat autoritățile române cu privire la creșterea excesivă a deficitului de cont curent, precizând că, dacă în prezent finanțarea acestuia nu pune probleme, situația s-ar putea schimba în viitor, ca urmare a finalizării proceselor de privatizare și diminuării fluxului de investiții străine. De asemenea, comunicatul de presă al agenției internaționale de rating Moody's din 6 octombrie 2006, prin care se făcea cunoscută majorarea la *Baa3* a ratingului României la obligațiunile guvernamentale în valută pe termen lung, specifică faptul că deficitul de cont curent, în creștere, reprezintă o amenințare majoră. Privind în perspectivă, competitivitatea externă poate deveni o problemă după aderarea României la UE, astfel încât sporirea productivității se va dovedi esențială în prevenirea unei creșteri nesustenabile a cursului de schimb care să constrângă și mai mult balanța comercială, implicit deficitul de cont curent.

În concluzie, în prezent, ratingul acordat României de către agențiile internaționale specializate este supraevaluat, creând impresia unei solidități financiare adecvate, care să o poată feri de șocuri externe. Chiar dacă o criză nu este într-adevăr iminentă, aceasta nu înseamnă că România nu trebuie să-și ia măsuri de prevedere, care impun, ca premisă esențială, o analiză lucidă a evoluției economiei românești, capabilă să sesizeze cauzele reale ale deteriorării contului curent al balanței de plăți externe, pe care, cel puțin în parte, ne-am străduit să le relevăm. În acest mod, ar putea fi pusă în evidență și existența unui risc major de destabilizare a situației financiare externe a României, ce poate fi contracarat doar prin acțiuni ferme de susținere a exporturilor, asigurând țării noastre o poziționare durabilă pe piața globală de bunuri și servicii, implicit pe piața internațională de capital.

Din punctul de vedere al ratingului suveran, România nu se înscrie în rândul statelor cu risc investițional scăzut (*investment grade*), după cum ar rezulta din calificativele acordate de către agențiile internaționale menționate anterior, ci mai curând, în categoria celor caracterizate prin *speculative grade*.

În acest sens, pe lângă un mediu de afaceri lipsit de transparență și marcat de o cronică instabilitate legislativă (inclusiv fiscală), este relevant faptul că aproximativ o jumătate din fluxurile de investiții străine directe (ISD) intrate în ultimul timp în România au caracter speculativ, fiind orientate către plasamente cu randament maxim, care este de presupus că vor părăsi țara noastră imediat ce vor fi atrase de oportunități mai bune din alte zone ale pieței internaționale de capital.

Supraevaluarea ratingului suveran al României este evidentă și dacă se acceptă că el trebuie să reflecte gradul de certitudine al respectării obligațiilor financiare externe, situație în care trebuie precizat că indicatorii luați în considerare (implicit de către agențiile internaționale) pentru evaluarea capacității viitoare de plăți externe a țării noastre sunt distorsionați de fenomenul IPT (Inward Processing Trade).

Fără a intra în explicarea modului de manifestare a acestuia (el a fost prezentat în repetate rânduri în paginile revistei Bilanț, ultima dată în numărul 20 din luna mai 2006), arătăm doar că, datorită umflării artificiale a datelor de comerț exterior (prin includerea fictivă, atât în importurile totale, cât și în exporturile totale, a contravalorii importurilor temporare în regim IPT care s-au cifrat la 7,5 miliarde euro în 2005), balanța de plăți externe nu reflectă fluxurile reale de încasări și plăți, denaturând mulți indicatori ai stabilității financiare externe a României.

Principala vulnerabilitate externă a României, care se poate răsfrânge chiar dramatic asupra ratingului său suveran în viitor, provine din cercul vicios al creșterii economice specific țării noastre.

Elasticitatea creșterii PIB la importuri impune ca, în absența unor schimbări structurale de esență (în primul rând a energointensivității economiei, greu de întrevăzut însă, chiar pe termen lung), menținerea unui ritm de creștere economică ridicat, chiar și în ipoteza unui scenariu moderat, să conducă la adâncirea deficitului comercial, ceea ce induce deteriorarea contului curent al balanței de plăți externe.

Precizăm că, în primele 7 luni din anul 2006, deficitul contului curent al României a atins aproape 5 miliarde euro, în creștere cu 43% față de aceeași perioadă a anului precedent, în principal pe seama accentuării dezechilibrului comercial, fiind de așteptat ca, la finele acestui an, deficitul de cont curent să reprezinte 9-10% din PIB, mult peste cota de alarmă.

România se plasează în coada topului mondial, după gradul de acoperire a importurilor prin exporturi

Indicatori ai stabilității financiare externe în 2005 (%)	Aparent	Real
Gradul de deschidere a economiei (exporturi + importuri*/PIB)	69,2	50,3
Gradul de acoperire a importurilor* prin exporturi	68,6	46,2**
Datoria externă/exportul de bunuri și servicii	93,9	131,5
Rata serviciului datoriei externe/exportul de bunuri și servicii	18,0	25,1

* Importuri CIF; ** Exporturi definitive/Importuri definitive

Sursa: Date BNR și calcule proprii

După cum se observă din datele prezentate în tabel, gradul de deschidere al economiei în 2005 a fost în realitate de numai 50% (și nu de aproape 70%, cum apare în datele oficiale), iar gradul real de acoperire a importurilor definitive (finale) prin exporturi definitive (finale) este doar 46,2%, unul dintre cele mai scăzute din lume la acest indicator. De asemenea, rata serviciului datoriei externe a fost în realitate, în 2005, de peste 25% (și nu de 18%, cum indică cifrele oficiale), iar datoria externă raportată la încasările efective din exportul de bunuri și servicii a fost de peste 131%, nivel absolut îngrijorător în raport cu cel aparent de 94%. Deși diferențele nu par semnificative, suntem siguri că, dacă ar fi fost luate în considerare cifrele reale, România s-ar fi găsit pe alte bande de variație a indicatorilor de stabilitate financiară externă proprii metodologiei diferitelor agenții de rating.

Dacă finanțarea acestui deficit nu a constituit o problemă până în prezent, datorită fluxurilor importante ale ISD din ultimii ani, majorarea lui în continuare, în paralel cu diminuarea previzibilă a acestor fluxuri, va pune în dificultate situația financiară a României, obligată să apeleze, în tot mai mare măsură, la împrumuturi și credite externe, ceea ce poate conduce la o creștere a datoriei externe dincolo de limitele sustenabilității.

În aceste condiții, o eventuală revizuire în sens negativ a ratingului României va deteriora condițiile ei de acces la finanțările externe, majorând costurile creditării și riscând să facă chiar ireversibil dezechilibrul său extern, destabilizând întregul cadru macroeconomic și punând în pericol intrarea țării noastre în uniunea monetară, adevărata piatră de încercare a economiei românești. Singura modalitate de a sparge cercul vicios al dezvoltării este aceea de a susține în mod prioritar exporturile, prin mijloace conforme standardelor comunitare, respectiv reorganizarea și extinderea rețelei de reprezentare comercială externă, acordarea unei asistențe sporite exportatorilor români și activarea unor instrumente financiar-bancare, inclusiv prin preluarea de către stat a unor riscuri, în special a celor legate de exporturile pe terțe piețe.

Dintr-o altă perspectivă, apreciem că exporturile nu reprezintă numai componenta fundamentală a echilibrului balanței comerciale și de plăți, dar și o măsură, mai exactă, a competitivității externe a economiei României. Dacă autoritățile guvernamentale și monetare din țara noastră nu reacționează la adâncirea dramatică a deficitului comercial ca atare (practic, acesta s-a dublat în ultimii trei ani, după știința noastră caz unic în lume ca viteză de deteriorare, urmând îndeaproape Bulgaria!), ar trebui măcar să perceapă semnificația acestui fenomen ca pe un semnal al lipsei de performanță a economiei și, eventual, să își pună problema cauzelor sale, încercând identificarea unor produse (sectoare) competitive prin care România să se poată impune în Europa și, în general, pe piața globală de bunuri și servicii). De fapt, anemia actuală a exporturilor relevă starea critică a economiei României, mai exact, deficitul ei de competitivitate externă, care se reflectă și invers, respectiv prin supradimensionarea importurilor, aparatul productiv intern dispunând doar într-o mică măsură de capacitatea de a răspunde, calitativ și cantitativ, cerințelor pieței autohtone. Considerăm că totul pornește de la structurile energofage ale economiei și de la nivelul tehnologic scăzut, ale căror costuri primare (energie și materii prime, multe din import) crescând obstrucționează mecanismele de autoreglare a pieței, inclusiv prin transmiterea unor semnale false (prețuri de monopol, de stat sau privat) propagate (uneori inflaționist) în întreaga economie, anihilând – în ciuda unei ușoare creșteri recente a productivității în industrie – tendințele naturale de creștere a competitivității.

Bibliografie

BNR (2005), *Balanța de plăți în anul 2005*, Comunicat de presă, 17 februarie.

Claessens S., Embrechts G. (2002), *Sovereign Ratings and Transfer Risk. External versus Internal Ratings*, Basel II Conference, May 7.

EMTA (2006) *Standard & Poor's Lowers Long Term Rating on Hungary to BBB+*, June 15.

Financial Times (2006), *IMF to warn Hungary, Bulgaria, Romania on external vulnerability*, September 7.

Georgescu G. (2006), *Comerțul exterior scufundă barca economiei românești*, Revista Bilanț, Nr. 20, mai.

IMF (2006), *Global Financial Stability Report*, Transcript of a Press Conference, September 12.

INS (2006) *Comerțul exterior al României în anul 2005*, Comunicat de presă Nr. 5, 1 februarie.

Mainelli M. (2003), *Assessing Credit Rating Agencies*, Emerald Publishing, August.

Moody's (2006), *Romania's Long-Term Foreign Currency Upgraded to Baa3*, Press release, October 6.

OECD (2006), *Country Risk Classification*, June.